

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 27720071152261

UDC_____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

半强制分红政策是否有助于改善
公司内部治理环境?

——基于中国上市公司的理论与实证分析

Does the Semi-mandatory Dividend Policy Improve the
Internal Corporate Governance?

——Theory and Empirical Analysis Based on
Chinese Listed Companies

徐慧华

指导教师姓名: 潘 越 副 教 授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交时间: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 5 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 徐慧华

2010年5月28日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：徐慧华

2010年 5月 28日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

本文将中国证监会关于上市公司再融资资格与股利分配水平相挂钩的政策法规界定为“半强制分红政策”，并以 2008 年 10 月 9 日中国证监会出台的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》为研究背景，从上市公司的内部治理环境出发，采用三大类指标，分别是上市公司控股股东现金流量权和控制权的分离程度、控股股东与上市公司之间进行的关联交易以及上市公司历史分红政策来衡量公司内部治理的强弱，并且结合半强制分红政策出台时不同类型公司的市场反应，考察这一外部约束机制是否有助于改善公司内部治理环境，尤其是缓解控股股东与中小股东之间的利益冲突问题，从而为我国证券监管部门出台将再融资资格与股利分配相挂钩政策的必要性提供理论和实证的参考证据。

本文理论模型的分析结果表明，为了实现再融资目的，外部的半强制分红政策会对控股股东的行为产生一定的约束作用：（1）当控股股东与上市公司进行的掏空关联交易数额越大、越频繁时，外部的融资现金股利政策对控股股东的约束越有效；（2）半强制分红政策实施的强制性分红的比例越高，控股股东也就越缺乏动力去追求自己的私利，从而起到了约束的效果；（3）控股股东的现金流量权和控制权分离程度越大，该半强制分红政策的约束能力也就越强，而且，控股股东的现金流权越高，其行为也就与中小投资者越趋于一致。

本文的实证结果进一步验证了以上理论假设，即：（1）上市公司控股股东现金流量权和控制权的分离程度越大，二级市场上投资者对半强制分红政策的反应越积极，二级市场反应显著为正；（2）控股股东与上市公司进行的掏空关联交易越严重，市场投资者越支持该政策，同样二级市场反应表现显著为正；（3）当上市公司历史分红规模占总融资额的比例较低时，市场投资者更看重其未来发展机会，对半强制分红政策显示出消极的反应。因此，对于历史分红比例较低的上市公司，如果其成长性较好，市场反应是负面的，投资者并不支持半强制分红政策。

最后，文章结合前述理论与实证分析结果，得出了针对不同类型的上市公司，应当根据其内部治理环境实行有差别的外部约束机制的结论。

关键词：半强制分红政策 两权分离程度 关联交易 内部治理

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

This paper defines the policies as the Semi-mandatory Dividend Policy, in which the China Securities Regulatory Commission (CSRC) takes the certain level of dividend paid by listed companies as a prerequisite for their refinancing qualifications. We set the “Decisions on Amending Some Provisions on Cash Dividends by Listed Companies” released by CSRC on October 9, 2008 as the background, in-depth study whether the mechanisms of external financing constraints to improve internal governance in the listed companies, especially the contradiction between controlling shareholders and the interests of minority shareholders. We choose three variable, the separation of ownership and control right of largest shareholder, related party transactions in major shareholders and dividend policies of listed companies as a measure of the strength of internal governance, to provide theoretical and empirical evidence in external financing policy for the necessary constraints internal control.

Theory suggests that, for re-financing, external restraining mechanism have a major impact to the behavior of big shareholders, when the listed company's related party transactions exist, and the more severe cases, the more effective of the external financing constraints; The higher the percentage of dividend, the more major shareholders have no incentive to pursue their interests, and it played a constraint effect; also the more separation of the major shareholders' cash flow rights and control, the stronger the external financing of the cash dividend policy to trigger, and if major shareholders the right to higher cash flows, the more tends to act consistent with the small and medium investors.

The empirical results further validate its results, when there exist serious two right separation in the list companies, capital market will be response to the positive with the policy, and the CAR is significantly positive; also if there are serious related transactions listed companies, the market is support the policy; while, when the internal history of the finance dividend ratio is low, then investors pay more attention

to development opportunities in the future given the negative reaction of the policy, therefore, a lower proportion of the historical dividend part of the listed company, if it grows well, the market did not support the policy. At the same time, the nature of the equity of listed companies, equity ratio and firm characteristics of listed companies has the effect of the policies have some effect. For the state-owned shares and legal person shares, the market that the two listed holding company of potential Jiaoda of Fengxian, therefore, the effect of policy implementation would be more unsatisfactory; the second largest shareholder, the market approach is not clear, but the major external shareholders on behalf of institutional investors in the market that is sufficient oversight of its internal governance, it is not favorable for the policy. Finally, the paper combined with previous analysis, obtained for different companies, should be in accordance with its internal control environment for the implementation of the different external financing constraints in different conclusions.

Key words: Semi-mandatory Dividends Policy; The Separation of Cash Rights and Control Rights; Relate Party Traction; Internal Corporate Governance

目 录

| | |
|------------------------------|-----|
| 中文摘要 | I |
| 英文摘要 | III |
| 第一章 引言 | 1 |
| 1.1 本文研究背景与问题的提出 | 1 |
| 1.2 研究框架与研究内容 | 4 |
| 第二章 文献综述 | 7 |
| 2.1 现金权和控制权的分离程度 | 7 |
| 2.2 关联交易 | 9 |
| 2.3 现金分红政策 | 10 |
| 2.4 内部治理和外部治理 | 12 |
| 第三章 半强制分红政策下的理论模型 | 14 |
| 3.1 半强制分红政策下的关联交易模型 | 14 |
| 3.2 半强制现金分红政策下的两权分离度模型 | 15 |
| 第四章 研究设计 | 18 |
| 4.1 研究思路 | 18 |
| 4.2 研究假设 | 18 |
| 4.3 研究设计 | 20 |
| 4.3.1 解释变量 | 20 |
| 4.3.2 控制变量 | 21 |
| 4.3.3 被解释变量 | 22 |
| 4.4 数据选取 | 23 |
| 第五章 实证检验 | 26 |
| 5.1 关联交易的实证模型 | 26 |

| | |
|--|-----------|
| 5.1.1 描述性统计..... | 26 |
| 5.1.2 二级市场上 CAR 表现 | 28 |
| 5.1.3 检验结果..... | 29 |
| 5.2 现金流量权和控制权两权分离度以及累计历史分红占融资比例的实证模型..... | 32 |
| 5.2.1 现金流量权和控制权两权分离度的描述性统计..... | 32 |
| 5.2.2 现金流量权和控制权两权分离度在二级市场的表现..... | 34 |
| 5.2.3 累计历史分红占融资比例的描述统计..... | 34 |
| 5.2.4 累计历史分红占融资比例在二级市场上的表现..... | 36 |
| 5.2.5 检验结果..... | 37 |
| 第六章 结论与启示 | 41 |
| 6.1 研究结论..... | 41 |
| 6.2 政策建议..... | 42 |
| 6.3 研究局限性..... | 43 |
| 参 考 文 献..... | 44 |
| 致 谢..... | 49 |

Table of Contents

| | |
|--|------------|
| Abstract in Chinese..... | I |
| Abstract in English | III |
| Chapter 1 Introduction..... | 1 |
| 1.1 Research Background and Research Question | 1 |
| 1.2 Research Framework and Research content..... | 4 |
| Chapter II Literature Review | 7 |
| 2.1 The separation of Cash Flow and Control Rights..... | 7 |
| 2.2 Related Party Transactions | 9 |
| 2.3 Cash Dividend Policy | 10 |
| 2.4 Internal Governance and External Governance..... | 12 |
| Chapter III the Theoretical Analysis under Semi-mandatory Dividend Policy | 14 |
| 3.1 the RPT Model under Semi-mandatory Dividend Policy..... | 14 |
| 3.2 the Separation of Cash Flow and Control Model under Semi-mandatory Dividend Policy..... | 15 |
| Chapter IV Research Design..... | 18 |
| 4.1 Research Ideas..... | 18 |
| 4.2 Research Hypothesis | 18 |
| 4.3 Research Design | 20 |
| 4.3.1 Explanatory Variables | 20 |
| 4.3.2 Control Variable | 21 |
| 4.3.3 Explained variable | 22 |
| 4.4 Select Data | 23 |
| Chapter V the Emperical Research | 26 |
| 5.1 the Emperical Research of RPT | 26 |

| | |
|---|-----------|
| 5.1.1 Descriptive Summary..... | 26 |
| 5.1.2 the Outcome of CAR in Market..... | 28 |
| 5.1.3 Regression Analysis | 29 |
| 5.2 the Emperical Research of History Cash Dividend and Cash Control Separation..... | 32 |
| 5.2.1 Cash Control Separation's Descriptive Summary..... | 32 |
| 5.2.2 Cash Control Separation's Outcome of CAR in Market..... | 34 |
| 5.2.3 History Cash Dividend's Descriptive Summary | 34 |
| 5.2.4 History Cash Dividend's Outcome of CAR in Market | 36 |
| 5.2.5 Regression Analysis | 37 |
| Chapter VI the Conclusion and Suggestion..... | 41 |
| 6.1 the Conclusion | 41 |
| 6.2 the Policy Suggestion | 42 |
| 6.3 the Limitations | 43 |
| References | 44 |
| Acknowledgement | 49 |

第一章 引言

1.1 本文研究背景与问题的提出

股票市场作为资源配置的有效手段之一，对国民经济的健康发展起着至关重要的作用。然而，随着证券市场的发展，相应的制度缺陷所引发的问题也逐渐出现。这主要表现为：上市公司质量不高、市场操纵严重、上市公司欺瞒中小投资者等等。这些问题不仅给广大中小投资者造成了难以弥补的损失，损害了他们对证券市场的信心，更使得证券市场正常的交易不能进行，资源配置功能不能实现。

上市公司控股股东侵害外部中小投资者的根源在于两个主体的利益不完全一致而产生的代理问题。代理问题伴生于企业股权分散化与股东社会化的现代企业，又不同于英美式股权结构分散的代理问题。对于英美国家的企业，个体股东很少有足够股权，故既没有激励也没有能力来监督管理当局，导致对管理者鲜有内部约束，两个主体利益冲突的解决只能寄望于负债、股利等外部市场约束机制对管理者产生约束。此时，股利由于能够减少经理们可控现金流数量，即自由现金流量而降低了代理成本，成为代理问题的约束机制（Easterbrook, 1984; Jensen, 1986）。而另一种社会化股权结构存在形式——股权局部集中在约束了管理者行为的同时，又产生了另一种代理问题——内部控股股东与外部投资者的利益冲突：控股股东在金字塔、交叉持股和双重持股等方式下实现控制权和现金流量权的分离，这使得控股股东在损害自身现金流量权利益和中小股东的利益时，可以在控制权上获得巨大的补偿。可以说利益上的分歧和权利的分配不均都是证券市场各种问题的根源。

控股股东与外部中小投资者的代理问题，再加上法律保护不健全，纯粹的市场力量不足以保护财富、时间、信息等各方面都处于劣势的中小投资者。市场制度若没有相应的约束机制加以平衡，那么弱势的外部投资者最终将被迫离开市场。这有悖于证券市场发展的初衷，对于资源配置效率而言更是巨大的损失。从现实情况看，上市公司实际控制人和中小投资者之间的“代理成本”问题一直备受瞩目。因此，调和两者之间的矛盾，填补一般市场约束机制的不足，以保护外部投资者、特别是中小股东也成为证券监管当局的重要职能。

上市公司的股利政策是公司财务金融学的重要研究论题，也是公司理财的重

要组成部分。合理的股利政策可以平衡不同群体之间的利益均衡,有利于平衡股东利益和公司发展。早在 20 世纪 60 年代,股利政策问题便成为西方学者讨论的热点。在过去 40 多年中,学者们对公司股利政策进行了大量的理论和实证研究,但仍然有许多基本问题还无法解释,至今存在着著名的“股利之谜”。我国上市公司的股利政策经历了从不分红、间歇性分红、象征性分红到现在分红面极大提高的过程,不过这些股利政策远远不够成熟,具有派现能力却不分红的现象仍然普遍,股利分配缺乏连续性和稳定性,并且股票股利多、转增股本多、不分配多、现金股利少“三多一少”的特征显著。概括来看,我国上市公司股利政策的这些问题基本是以不分红、少分红、股利政策波动多变(杨熠和沈艺峰,2004)为特征。这些特征使得作为代理成本重要约束机制的现金股利(LLSV,1999)在我国难以发挥有效作用¹,同时不分红或不稳定分红也不利于投资者获得稳定收益,这与公司治理保护股东收益权的根本目的存在偏差(Shleifer and Vishny,1997)。

依据股利的外部约束理论,为了保护中小投资者的利益,中国证监会从 2001 年起循序渐进颁布了一系列政策文件,试图利用上市公司的融资偏好,把发放现金股利作为证券融资的条件之一。先是在 2001 年以不完全强制方式²,把再融资与现金股利分配挂钩,后在 2006 年 5 月的《上市公司证券发行管理办法》中把现金股利分配作为再融资的必要条件:最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%,而在 2008 年 10 月份,进一步把股利发放形式限定为现金,并把股利发放底限提高至可分配利润的 30%。这使得上市公司的股利政策从此进入“再融资触发的半强制分红”阶段。再融资触发的半强制分红政策对上市公司具有普适性,但这种基于股利约束机制作用的政策是否能保护投资者的利益?对于公司治理是否存在促进作用?是否对不同股权结构、不同治理水平的公司都合适?当内部治理约束机制比较完善时,借助外部力量的效果就不明显,而当内部治理不够完善时,则需要借助外部约束来达到效果。中国证监会的半强制分红政策是否起到效果了呢?控股股东利用控制权掏空上市公司、侵害中小股东利益已成为我国上市公司中主要的代理冲突问题,也成

¹ 甚至在股权分置改革前,由于非流通股的存在,现金股利成为某些控股股东恶性变现的工具(原红旗,2001)。

² 对于近三年现金分配比例不足 30%的公司要求说明不分配理由,此限制条件并未将不分配或分配不足公司完全挡在再融资大门之外。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库